

宏观

证券研究报告

2023年12月08日

出口转正之后

第一，今年以来中国出口份额保持稳定。2023年1-9月，中国出口占主要国家的份额为20.7%，略高于去年同期的20.6%。

第二，美国补库存需求对中国出口的拉动不断增强。

11月美国和东盟对中国出口的拉动率相比10月分别上行了2.3个百分点和1.3个百分点，是本月中国出口回升的主要原因之一。

依靠着份额端的韧性，今年中国出口表现并不弱，在7月出口增速见底后，出口向上的动能不断增强。

明年随着出口价格见底回升、美国补库存带动全球贸易增速回升、中国份额端韧性延续以及今年的低基数，我们预计明年全年中国出口同比增速有望上行至5%左右。出口对明年经济的支撑有望进一步走强。

风险提示：美国补库存力度低于预期，海外经济复苏不及预期，中国需求低于预期

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

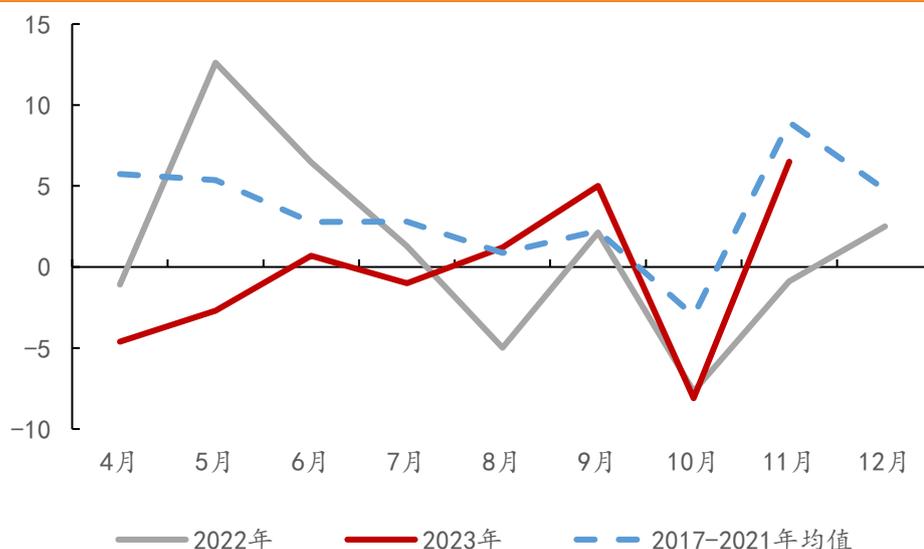
孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23年12月第2周》
2023-12-05
- 《宏观报告：宏观-人民币升值的五个问题》
2023-12-02
- 《宏观报告：宏观-经济在寻找新中枢》
2023-12-01

在低基数和外需好转的作用下，11月出口同比增速较10月回升6.9个百分点至0.5%，结束了今年5月份以来的负增。11月出口环比增速与2017年-2021年均值水平的差距从10月的5.1个百分点收敛至2.4个百分点。出口景气度逐步回升。

图1：中国出口环比不弱（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

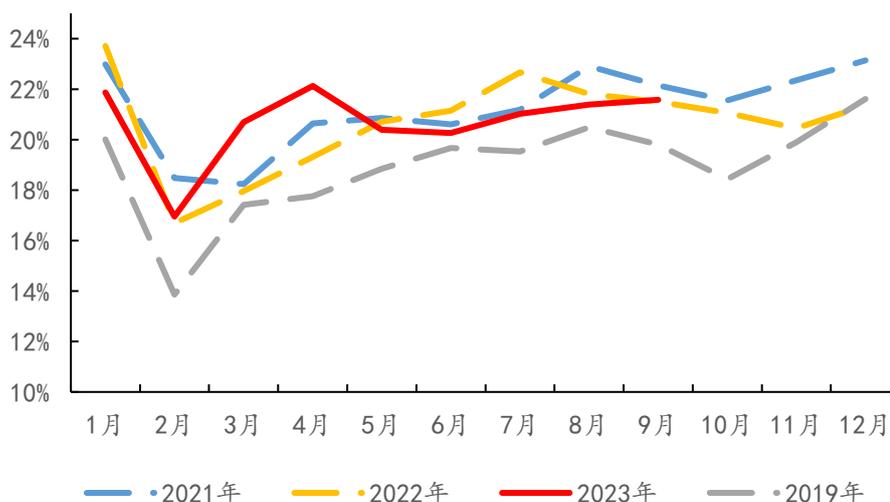
第一，今年以来中国出口份额保持稳定。

2023年1-9月，中国出口占主要国家的份额为20.7%，略高于去年同期的20.6%。

中国出口份额的提升主要来自于中间品和资本品的占比上升。2023年1-7月，中国资本品和中间品在主要国家中的占比相比于2019年分别提高了2.1个和2.6个百分点，消费品的出口份额则下滑了0.6个百分点。

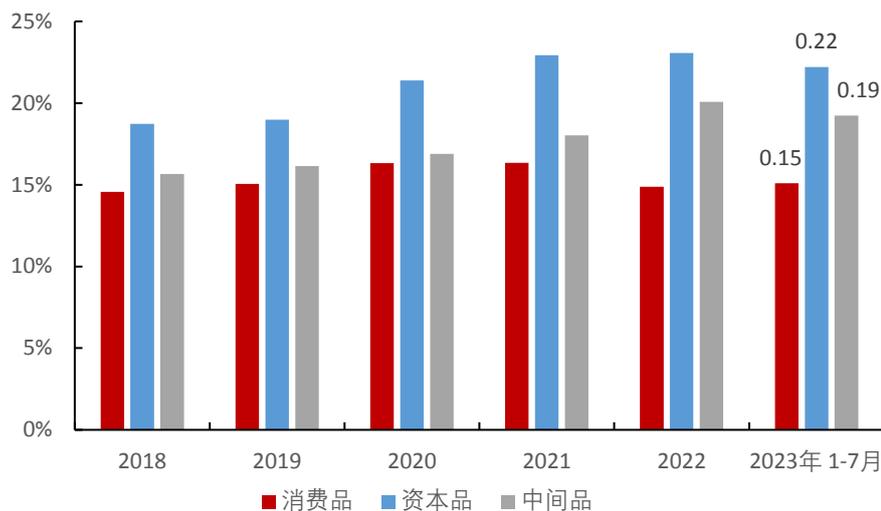
2023年1-10月，中国出口乘用车359.8万辆，超过了日本和德国，成为全球最大的汽车出口国。2023年1-11月，中国汽车及其零部件对中国出口的拉动率为1.4%。

图2：中国出口份额维持韧性（单位：%）



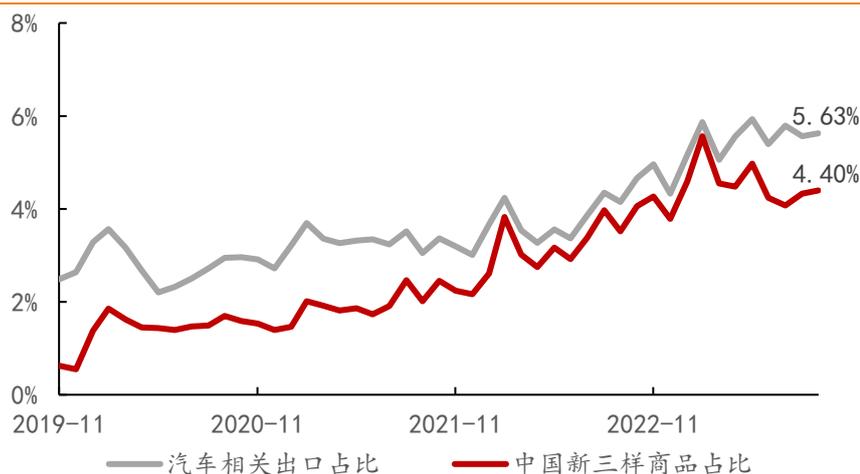
资料来源：WTO，天风证券研究所

图3：中国分类型商品出口份额（单位：%）



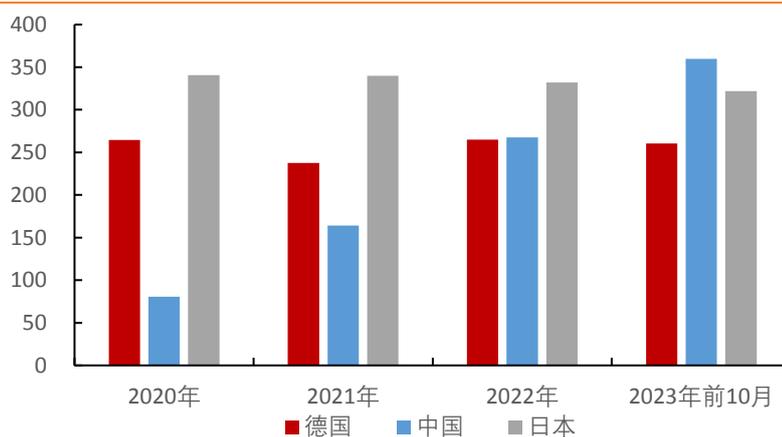
资料来源：ITC，天风证券研究所（注：样本地区包括美国、英国、日本、韩国、加拿大、瑞士、澳大利亚、巴西、泰国、中国香港、中国台湾、印度、欧盟）

图4：新三样和汽车等商品出口占中国出口商品比重明显提高（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所（注：新三样包括电动车、锂电池和太阳能电池；汽车相关商品包括汽车及汽车零部件）

图5：今年中国乘用车出口超过德国和日本（单位：万辆）



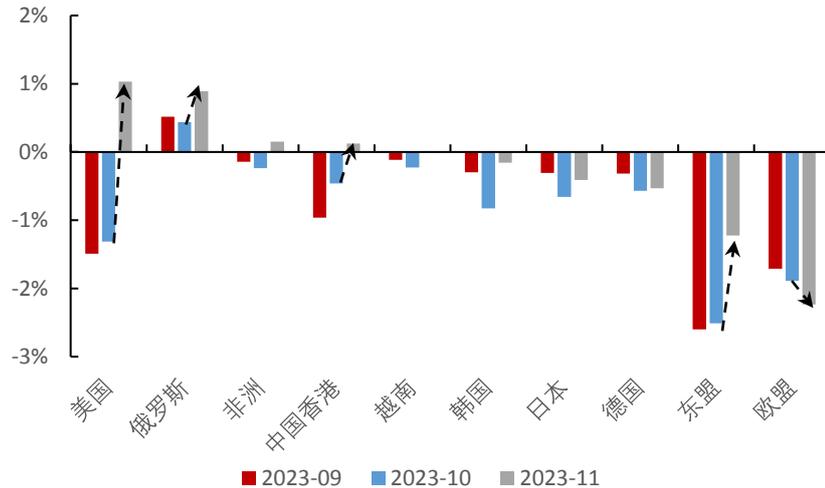
资料来源: wind, 天风证券研究所

第二, 美国补库存需求对中国出口的拉动不断增强。

11 月美国和东盟对中国出口的拉动率相比 10 月分别上行了 2.3 个百分点和 1.3 个百分点, 是本月中国出口回升的主要原因之一。

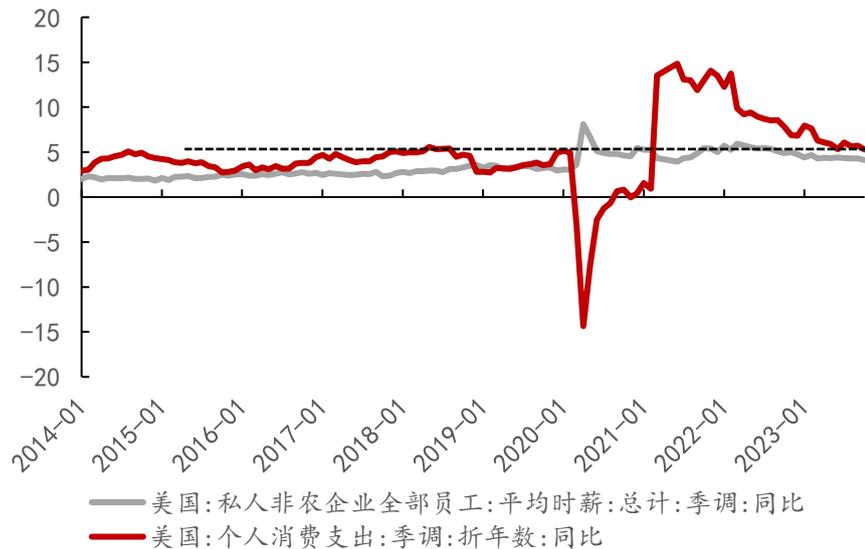
虽然近两个月美国 PMI 等部分指标有所回落, 但美国经济韧性的逻辑并没有打破, 三季度企业利润同比增速相比二季度回升 2 个百分点至 -0.65%, 10 月员工平均时薪同比增速依旧维持在 4% 以上, 美国个人消费支出同比增速企稳在 5% 以上。

图 6: 不同地区对中国出口的拉动率 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 7: 美国居民收入和消费保持韧性 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 8: 美国进口需求与中国对美出口增速均出现回升 (单位: %)

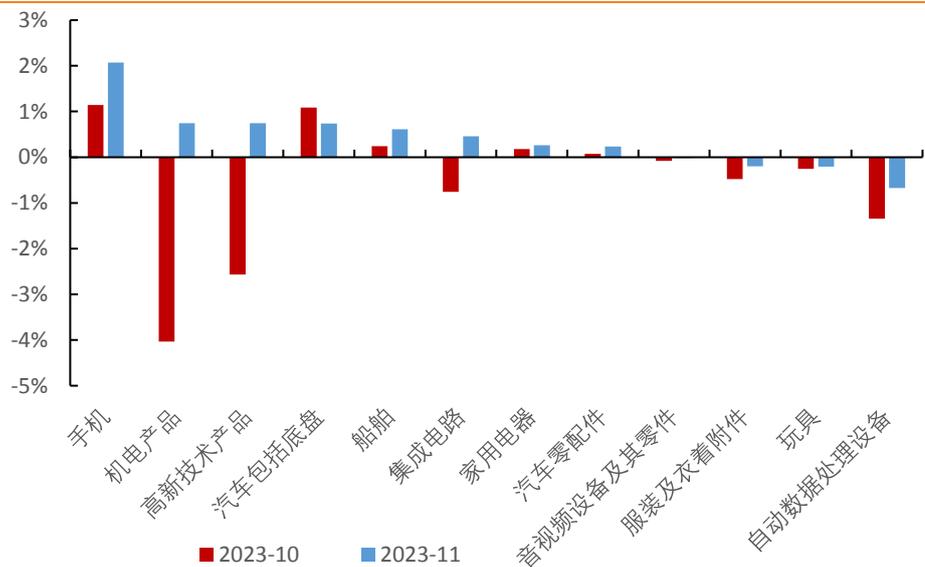


资料来源: wind, 天风证券研究所

消费电子、家具、纺织服装等商品逐渐从去库存转向补库存，驱动中国相关商品出口改善（详见《哪些商品出口将受益于美国补库存？》，2023.11.15）。

11 月中国手机出口同比增速较 10 月上升 32.8 个百分点至 54.6%，集成电路出口同比增速上升 28.7 个百分点至 12%，家具及其零件上行 12.7 个百分点至 3.6%。

图 9：各商品类别对中国出口的拉动（单位：%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

对美出口如期好转的同时，欧盟正在拖累中国出口，11 月中国对欧盟出口增速下滑了 2 个百分点至 -14.5%。

虽然中国出口以欧美为主，但美国占核心地位（详见《哪些商品出口将受益于美国补库存？》，2023.11.15），美国需求决定了中国出口的方向，欧盟则影响出口的斜率。

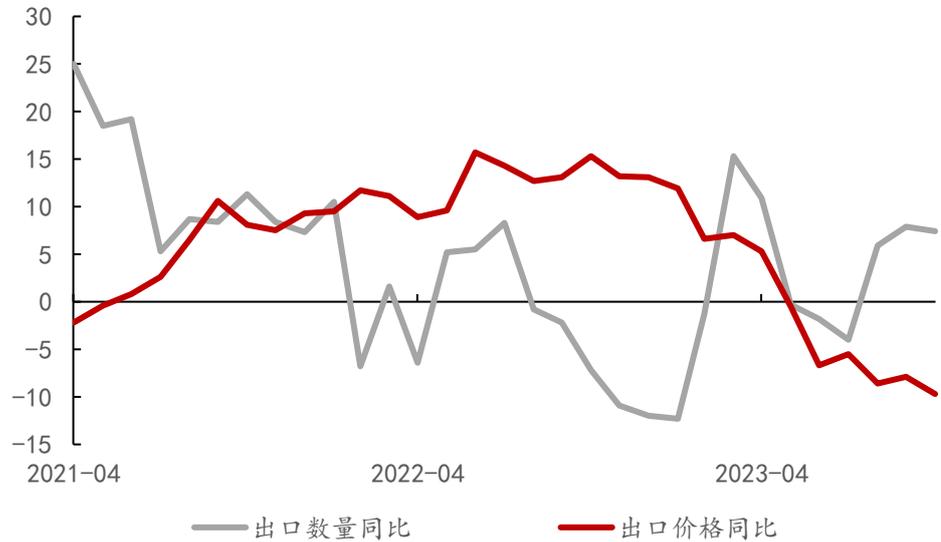
第三，今年出口依然超预期，而且现实体感比数据表现更好。当前出口增速受到了价格下滑、人民币汇率贬值等因素的拖累。（详见《出口仍然是今年经济的亮点》，2023.08.25）所以出口数量同比增速会高于人民币口径出口增速，也高于美元口径出口增速。

但从出口数量上看，今年出口数量同比增速表现并不弱，10 月中国出口价格和出口数量的增速分别为 -9.7% 和 7.4%，出口数量增速已经连续 3 个月转正。

往后看，出口价格有望回暖。

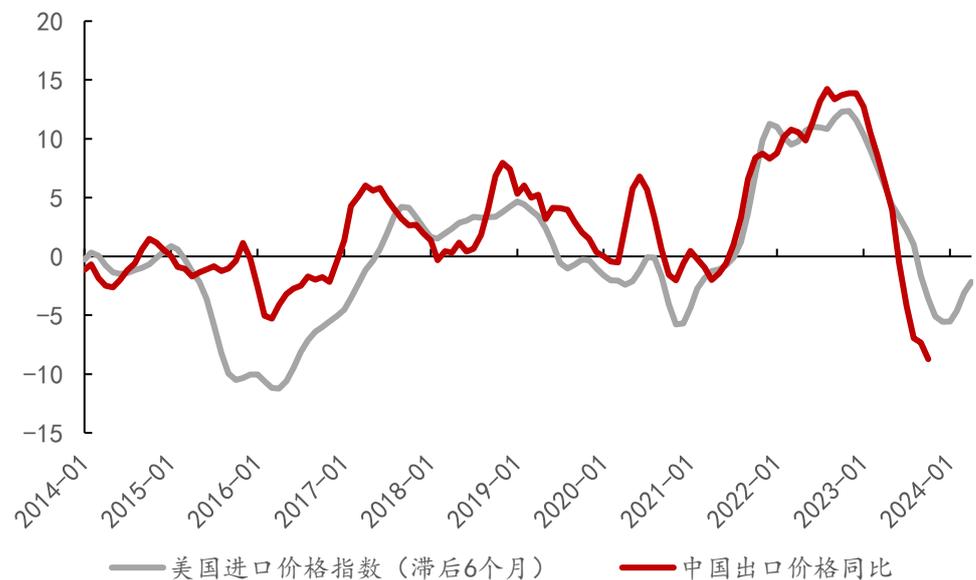
随着进口需求回升，美国进口商品价格已经企稳回升。从历史经验上看，美国进口商品价格一般会领先于中国出口商品价格 6 个月左右。这意味着后续中国出口商品价格或有望好转，价格对出口增速的拖累也会放缓。

图 10：拖累中国出口的主要是价格（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

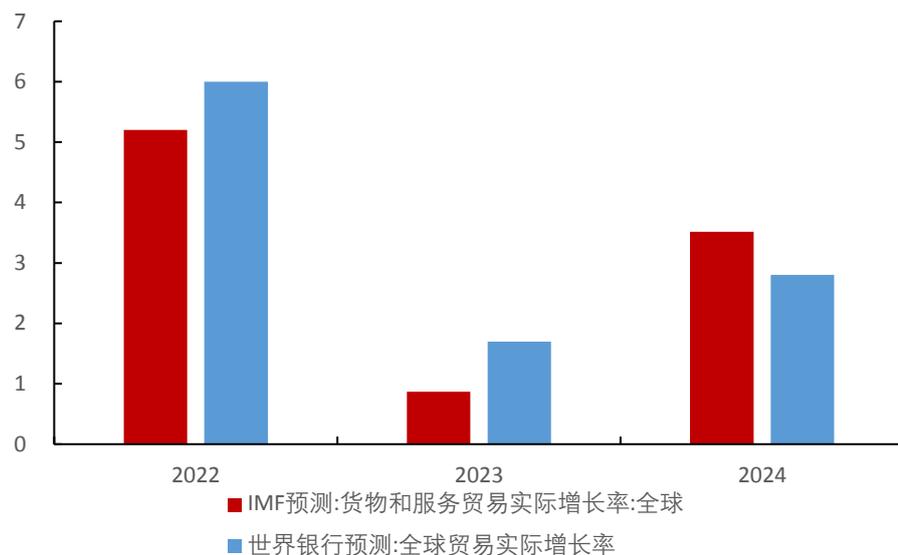
图 11：中国出口商品价格有望见底回升（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

外需也有望维持韧性。相比于经济状况，库存水平对出口的影响或更为明显。我们预计尽管欧盟经济持续走弱，但美国经济不衰退并开启补库存会成为后续中国出口和全球需求的核心支撑。世界银行和 IMF 也将 2024 年全球贸易实际增长率从 2023 年的 1.7% 和 0.9% 分别提高至 2024 年的 2.8% 和 3.5%。

图 12：IMF 等调高对明年国际贸易规模增速（单位：%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

总的来看, 依靠着份额端的韧性, 今年中国出口表现并不弱, 在 7 月出口增速见底后, 出口向上的动能不断增强。

明年随着出口价格见底回升、美国补库存带动全球贸易增速回升、中国份额端韧性延续以及今年的低基数, 我们预计明年全年中国出口同比增速有望上行至 5%左右。出口对明年经济的支撑有望进一步走强。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com